

シンジケートローン市場の拡大と証券規制

淵田 康之

要 約

1. わが国のシンジケートローン市場の拡大が続いている。昨今は、「高流動性シンジケートローン」も登場し、今後、流通市場の拡大も期待される。
2. 米国においても過去 10 年、シンジケートローンの新規組成も流通市場も拡大した。ローン債権の流動性が高まり、機関投資家の投資対象となるにつれ、ローンと証券の区別があいまいとなり、ローン取引が証券訴訟や証券規制の対象となる可能性が高まっているとの指摘もなされるようになってきている。
3. 米国の過去の判例では、ローンか証券かは、ローンがどのように販売されたか等、経済的実態に則して判断されている。証券訴訟となった場合のリスクが大きいため、シンジケートローン取引においては、証券とみなされない工夫が必要とされる。また、インサイダー取引や利益相反の防止等への配慮も従来以上に注意が必要になっている。
4. 米国の議論は、ローンが証券とみなされることをリスクとみなし、これをいかに避けるかに焦点が当たっているが、本来であれば、ローンが過小規制されているのか証券が過剰規制されているのかという本質的な議論が望まれよう。
5. わが国における投資サービス法の議論でも、商品や取引の経済的実態に応じた最適な規制レベルが追及されることが期待される。

I. シンジケートローン市場の変化と新たな論点

1. わが国における高流動性シンジケートローンの登場

わが国のシンジケートローンの新規組成額は、2004 年、前年比 7%増の 15.2 兆円¹となり、史上最高水準を 7 年連続更新した。

昨年は、新たな動きとして、三菱商事が活発なローン流通市場の育成を目指す「高流動性シンジケートローン」の調達を始めたことも注目される²。2004 年 12 月 3 日に第一弾が実現したこのローンにおいては³、予め貸出

債権の転売について、「異議なき承諾」を行うことを明示し、流通市場の拡大を促すことが意図されている。アレンジャー及びエージェントは東京三菱銀行、ジョイントアレンジャーはみずほコーポレート銀行である。期間は 5 年（一括返済）、表面利率は 6 ヶ月物 BBA LIBOR+5bp で、500 億円の調達が行われた。

金利条件の設定においては、ローン債権の流通市場におけるマーケット指標がベースとなっている。組成後も、両行は実際に売買価格を常時提示することで、マーケット指標を創出している。この他、同ローンは流動性を高めるための工夫として、日銀担保適格を契

約に規定している他、調達機動性を高めるための工夫として、ローン契約書を、金額、年限、金利率等の個別条件を明記した回号ごとの主契約書と、基本的な貸付契約の各条項を網羅した約款という構成としている。この契約書の構成は、今後、継続的な組成を行う際に、今回締結した約款内容がそのまま生かされ、金額、年限、金利率等の個別条件を新たに改定するのみで調印を可能にするための工夫とされる。

また同ローンは、以下のような点で、社債に極めて近い商品性となっている。第一に、担保提供制限条項等の財務上の特約を付さず、社債と同条件としている。第二に、借入人が社債同様、市場の変化に機動的に対応し、ローンを流通市場から買い戻し、消却することを可能とする旨規定している。第三に、投資家の追加運用ニーズへの対応を可能とするため、「追加貸付条項（満期日、利払い日、金利条件が同一の借り入れを期中に既存の借り入れに追加する形で実行可能）」を規定している。第四に本邦の上場・投資適格企業として初めて格付け機関からローン格付けを取得している。

本ローンのその後の取引動向を見ると、2005年5月までで、アレンジャー2行において10数件、150億円超の売買が実現している。この売買実績の中には、地方銀行のみならず、純粋な投資としての機関投資家による売買も含まれているとされる。

三菱商事は2005年6月にも、第二弾として、総額300億円の同種のローンの調達を行った（6月13日契約締結、6月16日借入実行）。期間5年、金利は6ヶ月BBA LIBORにローン・セカンダリーマーケットで取引されているプライスを前提としたスプレッドを上乗せした変動金利である。地方銀行を中心に幅広い投資家から募集金額を大幅に上回る参加表明があったという。

三菱商事は、流通市場の育成のために、今

後も年数回、まとまった金額の調達を実施していく予定とされる。関係者はこうした流動性の高いローン市場を拡大させることにより、「直接金融と間接金融の垣根が更に低くなることで、投資家の運用機会が増加すると共に、企業の資金調達の利便性が一層向上」している⁴。

米国では、以下でも示すようにシンジケートローン市場の新規組成、流通市場が過去10年で急拡大したが、わが国においてもそうした姿を目指した変化が本格化したようにも見える。

2. 米国におけるローン流通市場の拡大と新たな論点

米国のシンジケートローンの新規組成額は、2004年に1.3兆ドルを超えた。ローンの流通市場での取引も活発であり、2004年のローン売買代金は、1450億ドルに達している。10年前においては、新規組成額は4千億ドル弱、流通市場の規模は340億ドルに過ぎなかった。

シンジケートローンの市場参加者も、金融機関よりも、年金基金、ヘッジファンド、投資信託のウェイトが大きくなっている。プライマリー市場での機関投資家の比率は年々上昇しており、2004年においては、約9割となっている。米国でも、10年ほど前は7割強が金融機関による購入だったのに比べて様変わりである。ローン市場の流動性の高まりを受け、機関投資家にとって、ローンが投資対象として魅力が高まったことがこの一因である⁵。

ここにきて注目されるのは、このように、ローン市場の流動性が高まり、また機関投資家がローン投資の主体となっていくにつれ、米国においてローン市場が証券規制の対象にならないのか、という問題が意識されるようになってきている点である。

例えば、前のSEC委員長であったハーベ

イ・ピット氏は、2004年10月21日、シンジケートローン分野の業界団体である The Loan Syndication and Trading Association, Inc. (LSTA) のコンファレンスで講演したが、この中で彼は、エンロン後の証券規制強化の動きに触れた上で、こうした規制環境は、ローン市場においても無縁ではない、と強調した。

また、*International Financial Law Review* (IFLR) 誌の2005年1月号においても、ローンがますます債券に類似しており、貸し手が証券関連法規違反に問われる可能性も出てきかねない状況にどう対応するか、という記事が掲載されている⁶。

さらに *Investment Dealers' Digest* (IDD) 誌の2005年6月13日号は、ローンの売買が活発化し機関投資家の参加が拡大したことに伴う、新たなインサイダー取引問題について特集している⁷。

LSTA の関係者によれば、この問題は LSTA としても重要な問題の一つとして意識されており、市場慣行の改革を検討する場合でも、シンジケートローンが証券とみなされやすくならないような配慮が必要と考えられている。

シンジケートローンにおいて、ローンが証券とみなされれば、証券法上のディスクロージャーが要求されたり、ローンのアレンジャーが証券引受業やブローカー&ディーラーに対する規制の対象となりかねない。そして、証券詐欺等、証券諸規制の枠組で訴訟を起こされた場合、昨今の証券市場を巡る規制強化の動きもあり、高額の和解金支払いが必要となるなど、証券とみなされることで非常に大きな訴訟リスクに直面しかねないのである。また、こうした訴訟事例が増えると、証券規制当局自体が、シンジケートローンの規制に本格的に踏み出すという、規制リスクの可能性も懸念されている。

II. シンジケートローンと証券規制を巡る議論

1. 米国におけるローンか証券かを巡る訴訟事例

投資家に販売されたローンが、証券とみなされるかどうかについては、下級審（第二巡回区裁判所）の判例（*Banco Espanol de Credito v. Security Pacific National Bank*）がある⁸。Security Pacific 銀行が Integrated Resources 社にローンを行い、そのローンを分割して販売したところ、Integrated 社が債務不履行に陥った。ローンを購入した Banco Espanol de Credito をはじめとする複数の銀行は、Security Pacific 銀行が、Integrated 社の財務状況悪化に関する重要な非公開情報を隠したとして、証券法の詐欺防止条項違反で訴えた、というのがこの事件である。

判決においては、このローンが証券にあたるかどうかを判断するにあたり、最高裁がかつて示した、何をもって証券とみなすかの基準が適用された。*Reves v. Ernst & Young*⁹において示された、このファミリーリゼンブランス基準と呼ばれるテストでは、ある商品が証券法の適用を免除できるかどうかは、明示的に証券法の適用を免除されているものに類似しているかどうかをチェックすべきとしたものである。具体的にはチェックすべきポイントとして以下の4つがあげられた。

- motivation : 企業の一般的な事業にあてるための資金調達なのか、それとも投資目的か
- distribution : 広範に販売されたのか、洗練された機関だけが参加したのか。購入単位が小さく、幅広い参加が可能なのか
- expectation : 証券取引と同様の用語を使って取引がなされたなど、一般投資家に証券投資との期待を

risk : 合理的に抱かせたか
 既存の規制が存在したり担保
 が十分付与されており、証券
 法の保護を必要としない取引
 か

Banco Espanol de Credito v. Security Pacific National Bank においては、この Reves のケースで示された基準に照らし、①プログラムの参加は投資ではなく商業目的、②機関投資家のみならず一般大衆向けではなかった、③契約の条項に投資ではないとあった、④銀行の規制体系がある、として証券規制は適用されないという判断が下された。

この判決は、他に同様の事件も無かったこともあり、最高裁で争われるには至らなかったが、少数意見を述べた主任判事は、SEC が本件について提出した amicus curie brief (法廷助言文書) を引用しながら、同プログラムには投資信託も投資していたこと、勧誘のためのコールドコールも行われたこと、Security Pacific が得た公開情報は参加者に提供されたが、非公開情報は提供されなかったことから、これは証券法上の証券である CP への投資勧誘に近く、本件も証券とみなすべきとしている。

以上の判決は、一定の条件に基づき、ローンパーティシペーションが証券ではないと判断されたケースであるが、同判決では、「我々は、このケースにおいて販売されたローンパーティシペーションに関してのみ判定したのである。我々は元になっている商品が証券ではないとしても、その商品に参加するにあたり使われている方法、プールの仕方、販売の仕方によっては、こうした参加形態が証券とされることもあると認識している。」と述べている点に注意が必要である¹⁰。

ファミリーリゼンブランス基準に則して判断すれば、例えば、レバレッジドパイアウトへのローンのように、投資用途のローンである場合、小口で、特定の洗練された投資家以

外にも広く販売される場合、アレンジャーや借り手の同意なしに転売できる場合、ローンドキュメントに「貸し手」ではなく「投資家」という表現が使われている場合、担保が不十分である場合、などは証券とみなされる可能性が高まるということになる¹¹。

2. ポイントとなる未公開情報の取扱い

上記の事例でも確認できるが、ローンと証券の間で異なる一つの重要なポイントは、借り手に関する未公開情報がどのように扱われるかである。すなわち、一般に証券取引においては、原則として資金調達者が情報開示を行い、仲介者も投資家に目論見書を配布しなければ証券を販売できない。しかし、こうした強制開示の仕組みは、もともとローンにおいては存在しないのである。借り手に関する情報は、未公開情報を含め、借り手との関係が深い金融機関ほど、より多く保有していることになる。

金融機関が、企業向けのローンを転売したりマーケットメイクする場合、自らが保有する全ての未公開情報まで取引相手に開示しなければならないわけでは必ずしもない。そもそも未公開情報の中には、転売されようとしている特定のローン取引とは別の相対のローンや総合的取引関係の中で蓄積されたものもあろうし、一般に銀行には守秘義務がある。

かといって公開情報のみでは、ローンの内容がわからないとして、未公開情報の一部を入手した上でなければローン投資を決められないという参加者が、当然のことながら多い。

このように、シンジケートローンにおいては、借り手企業に関して、未公開情報、公開情報、そしてシンジケート・レベル情報(参加者のみに伝達される情報)という三つのレベルの情報が存在する。アレンジャーが重要な未公開情報をあえて参加者に伝えず、ローンを販売し、借り手企業が破綻して参加者が損失を被った場合は、Banco Espanol のケー

スのように訴訟になりかねない。ローンが証券とみなされれば、証券諸法に基づく厳格な罰則の可能性が生じるが、証券とみなされなくても、一般的な詐欺の疑いで訴訟となる可能性もある。

そこでシンジケートローンにおいて、未公開情報をいかに取扱うかが重要となっている。ローン取引を円滑にするため、一部の大手業者は、自分たちは公開情報のみで取引し、未公開情報が提供されなかったことを問題視しないという宣言（ビッグボーイ・レターと言われる）を提示したうえで、同市場に参加している。さらに、ローン・トレーディングデスクにおいては、融資先に関する重大な情報を入手した場合、マーケットメイクを休止するなどの対応が行われている。

3. 証券規制との係りが重要となるその他の分野

シンジケートローンが、証券のように投資家によって活発に売買されることから生じる新たな論点は、他にもある。銀行においてローンを取引する部門と、証券取引を行う部門（ないし関連会社）の間は、ローンが伝統的な相対取引であり、また銀行（及びその関連会社）の証券ビジネスが限定的であった時代には、別世界であったと考えられる。しかし、今日のようにローンが証券のようにますます活発に売買されるようになり、また銀行ないしその関連会社の証券ビジネスが活発になるにつれて、当然、両者の間で有形、無形の交流が拡大しやすくなる。さらに昨今は、信用リスクを取引対象とするクレジットデフォルトスワップ等のクレジットデリバティブ市場も拡大しており、クレジット情報の価値が従来以上に大きなものとなっているという環境もある。

その結果、融資先の未公開情報に接することの多い銀行において、従来に比インサイダー取引や利益相反が問題となる可能性が高

まっており、チャイニーズ・ウォールの強化やコンプライアンス体制の強化など、より慎重な対応をしていくことが要求される。すなわち、①融資先の重大な問題を知りつつ、社内や関連会社の証券取引部門が同じ会社の証券を顧客に販売する（利益相反の可能性）、②融資先の重大な問題を利用して、社内や関連会社の証券取引部門が、インサイダートレーディングで収益をあげようとする、③組織としてではなく、ローン取引関係者が個人として自らインサイダー取引を行ったり、第三者に情報を提供し、第三者がその情報を元に取り交をする、以上のような問題を抑止していく措置が従来以上に強化されなければならなくなっているのである¹²。

銀行以外の参加者が増大していることは、問題をより複雑にする。例えばローンの投資家として台頭しているヘッジファンドにおいては、一人のファンドマネージャーが、同じ企業のローン、社債、転換社債、株式、クレジットデリバティブに至るまでトータルとして運用している場合があり、チャイニーズウォールの体制など構築されていないケースも多いと言われる¹³。

III. 今後の展望と規制のあり方について

1. ローンと証券の境界の曖昧化への対応

以上、ローン市場の性格が証券市場の性格に近似していくことによって生じている論点について概観した。こうした論点が浮上しているため、米国では、ローン市場をより証券市場に接近させ、利便性、効率性を高めようとするのではなく、むしろ証券との違いを明確に残し、かつ万一、証券とみなされた場合にも、問題が極力起きないような対応をすべきという議論がなされるようになっていく。

例えば、先述した IFLR の記事では、シンジケートローンをアレンジする場合、証券法の私募の要件を充たす形態にすべきとされて

いる。従って参加者も適格機関投資家や自衛力認定投資家に限定する。転売においては、エージェントによる転売の承認と記録が要求されることとすればより確実であるという。

情報開示についても、いくつかのポイントが提唱されている。まず潜在的貸し手は、借り手の信用リスクを独自に評価する上で十分な情報の提供を受け、それに基づき、実際に独自に評価すべきとされる。またローンが償還されるまでの間、貸し手は継続的に情報へのアクセスができなければならない。借り手が、定期的に貸し手に情報を提供する、また貸し手が妥当な範囲で要求する全ての情報を借り手が提供する、という規定を予め盛り込むことも適切とされる。

また LSTA におけるピット氏の講演でも、ローンシンジケーションの関係者は、シンジケートローンが証券とみなされるかどうかに関わらず、証券業務において通常行われているように行動規定や倫理規定を策定し、これを遵守するなどの配慮が必要であることが強調された。

2. 問題の所在—適切な規制レベルとは？

以上、ローンの流通市場が拡大し、参加者も金融機関のみならず投資信託やヘッジファンドにも広がるなどローンが証券の性格をより帯びていくなかで、証券規制との関係が注目されていることを紹介した。

本論で紹介した米国の議論は、ローンが証券に接近すれば、証券規制が適用される可能性が高まるため、証券規制をいかに適用されないようにするか、そしていかに証券規制が適用されても問題が無いようにするかが、焦点となっていた。

しかし、そもそもローンが証券の性格に近くなる時代において、ローンとして規制されるか証券として規制されるかによって、大きな差異が生じうるということは、現行の規制のあり方の妥当性が問われていると言えるの

ではないだろうか。

実態として証券に近いのにも関わらず、証券ではなくローンの形態を保持し、ローンとして規制されることによって円滑にローン業務が行われ、従ってシンジケートローン市場が社債市場よりも相対的に繁栄していくとすれば、シンジケートローンの本質的な経済的価値が追求されているのではなく、規制のアービトラージが生じている可能性もある。

この場合、シンジケートローンに対する規制が不当に寛容すぎるのが問題かもしれないし、逆に証券規制が不当に厳格すぎるのが問題なのかもしれない。一定の経済行為について、どのような規制が適切なのかは、難しい問題であるが、ローンと証券のように、従来、経済実態が異なるものと考えられ、規制体系も全く異なっていたものが接近する場合、妥当な規制のあり方を根本から議論することは避けて通るべきではないように思われる。

3. わが国への示唆

わが国においては、シンジケートローンの拡大が、伝統的な相対型銀行融資の問題を解消する効果を持ち、銀行貸出債権から社債に至るシームレスなクレジットマーケットを確立する上で、意義深いものと評価されている。そして官民をあげて同市場の拡大に向けた取り組みが活発に行われている。

しかし、米国で今まさに議論されているような、ローンと証券における規制のギャップを考えると、手放しで「シームレス」な環境が実現すると評価するのは不適切とも思われる。

規制においてもギャップが生じず、同様の経済行為に同種の規制が適用される姿になって初めてシームレスな環境が実現すると言えよう。さもなければ過小規制ないし過剰規制が生じ、規制のアービトラージが横行することになる。

米国では、証券規制において幅広い商品が証券とみなされ、投資家保護の対象となる。伝統的に証券とされ、条文上も証券と定義されている商品以外でも、裁判を通じて経済的実態に応じて証券とみなされるケースもある。本論で紹介したように、ローンであっても一定の場合、証券とみなされうるのである。

このように、経済的実態に応じて適用すべき規制を検討する素地がある場合は、どのような規制が最適かが、形式ではなく実質的に模索されていくことがそれなりに期待できる。

これに対して、わが国の場合、現行の証券取引法における証券規制は限定的に商品を列挙する形となっており、貸出債権のようにここに列挙されておらず、他の法律の範疇に入ることが明確な場合は、その経済的な実態が証券に接近していこうと、そもそも証券諸法との関係を明確にすべきといった問題意識すら生じない可能性がある。この結果として、最適な規制が模索されないまま、規制のアービトラージによるシンジケートローン拡大が生じてしまうことも懸念される。

現在、金融審議会で、投資サービス法の導入に向けた議論が行われているが、投資商品の定義について、その経済的実態に踏み込んだアプローチがなされるかが注目される。証券法成立後 60 年近く経た段階での歴史的な大改革であるだけに、従来の枠組にとらわれず、最適な規制環境を実現していく努力が払われることが望まれよう。

¹ Thomson Financial 調べ。なお日本銀行も 2003 年 4～6 月期以降、貸出債権市場取引動向のデータを公表しているが、これによれば、2004 年のシンジケートローン組成額は 19.6 兆円となっている。

² 三菱商事第 1 回無担保変動利付きシンジケートローン。詳細は、下山陽一、根本泉、仙當毅行「企業金融と高流動性シンジケートローンについて」『証券アナリストジャーナル』日本証券アナリスト協会、2005 年 3 月号参照。

³ 契約締結日は 2004 年 11 月 30 日。

⁴ みずほコーポレート銀行プレスリリースより。

⁵ 米国シンジケートローン市場の過去 10 年の変化については、LSTA, *Loan Market Chronicle* 2005 参照。

⁶ Gregory Woods “How securities laws could trap US bank lenders”, *International Financial Law Review*, January 2005

⁷ “The New Insider Trading?”, *Investment Dealers’ Digest*, June 13, 2005

⁸ *Banco Espanol de Credito v. Security Pacific National Bank*, 973 F.2d 51 (2d Cir. 1992)

⁹ *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 (1990)。この事件は、アーカンサスとオクラホマの農業共同組合が、「要求払い式の約束手形 (demand note)」を広く「投資 (Investment Program)」として、組合員及び非組合人に広告販売して運転資金調達を行ったが、この組合が破綻した後、ノート保有者が組合の外部監査人である会計事務所が GAAP に従った監査を行わなかったとして、証券取引所法の詐欺防止条項違反で訴えたものである。最高裁は、このノートは証券とみなされるとした。

¹⁰ 同判決はこの部分で、*Gary Plastic Packaging Corp. v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.* 756 F.2d 230 (2d Cir. 1985) に言及している。これはメリルリンチが銀行や S&L の CD をスクリーニングし、またその CD のリターンを高めるように銀行等と交渉しつつ、投資家に提供するという「プログラム」について、メリルリンチが銀行から受け取る手数料等の取り決めが開示されていなかった点が証券詐欺として訴えられた事件である。判決では、銀行の CD が証券でないことを認めつつも、プログラムを通じた CD の販売は投資契約にあたることとされた。ただし *Banco Espanol* のケースでは、証券かどうかの判断において本文中に示したようにファミリーリゼンプランス基準が用いられ、投資契約かどうかを判断するハウイ基準は明示的に用いられていない。ハウイ基準に関する下級審の複数の判例においては、「利益」の定義として通常の商業ローンからの利子ではなく、値上がり益やエクイティ投資の配当が想定されており、最高裁もこの範囲を超えた定義をしていない。Edward F. Greene et al. *U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets*, Seventh Edition, 2004, Aspen Publishers 参照。

¹¹ 前掲 Woods(2005)。

¹² 前掲の IDD 誌によれば、SEC は 2004 年、シティグループ、J P モルガン・チェース、UBS、クレディスイス等の主要な金融グループにおけるレバレッジローンの取引について一斉検査を行ったという。これを契機に、各国において非公開重要情報の内部管理方針や管理プロセスを整備する動きが進んだとされる。

¹³ 前掲 IDD 誌。なお同誌によれば、ヘッジファンド関係者からは、銀行がローン取引で得た情報を活用し、クレジットデリバティブ市場で「インサイダー取引」を行っているとの批判があるという。